

# 成熟経済下の「資本市場の統治」 ～株式報酬制度：付加価値の適正分配のナッジとして～



早稲田大学商学学術院 教授  
(オックスフォード大学元教授)

野村證券 IBビジネス開発部 主席研究員

スズキトモ  
橋本 基美

岸田政権は2021年（令和3年）10月4日に「新しい資本主義」を掲げて発足した。それから1,000日が経過したにもかかわらず、市民はもとより多くの政治家、官僚、経済人にさえ、その中核にある適正分配政策の理解が進まない。本稿は「新しい資本主義」の原点に立ち返り、同政策が必要とされた背景から始め、現在までの実績を確認したうえで、今

後必要とされる施策のうち特に「資本市場の統治」との関連で重要な株式報酬制度の重要性を概説する。

## ■ 1. 「新しい資本主義」の原点： 適正分配

2021年春、岸田文雄衆議院議員は木原誠二衆議院議員らを主たる支持者として秋の総裁選への準備を進めていた。その過程では150名もの会員を擁する「新たな資本主義を創る議員連盟」が設立された（2021年6月14日：発起人代表岸田文雄衆議院議員が会長に就任）。図表1は同議員連盟の「設立趣旨（令和3年6月吉日）」の冒頭部分である。

ここでは「成長の鈍化」や「格差拡大」等に象徴される「資本主義の価値」の揺らぎの原因が「株主資本最優先」や「利益第一主義」に帰され、資本市場関係者には謂れない批

### 〈目次〉

1. 「新しい資本主義」の原点：適正分配
2. 「利益」と「付加価値」の関係
3. 成熟経済社会の資本市場の統治
4. 「新しい資本主義」政策の成果と課題
5. 付加価値の適正分配のナッジとしての株式報酬制度
6. おわりに

(図表1) 新たな資本主義を創る議員連盟 設立趣旨

「新たな資本主義を創る議員連盟」  
設立趣旨

令和3年6月吉日

近年、国内外において、成長の鈍化、格差拡大、一国主義・排他主義の台頭、国家独占経済の隆盛など、「資本主義」の価値が揺らいでいる。

要因の一つが「株主」資本最優先にある。

資本主義の根幹である「資本」は、本来、「固定」資本、「事業」資本、「人的」資本など、多種多様であるにもかかわらず、近年、苛烈な競争や利益第一主義の下で、「金融」資本とりわけ「株主」資本に焦点があたっている。

その結果、適切な「分配」政策の欠如が起こっている。

従業員、顧客、取引先、地域社会といった多様な主体へ適切な分配がなされず、「人」や「社会」を豊かにする資本主義の役割と寛容性が失われている。供給サイドにおけるイノベーションの重要性は論を俟たないが、同時に、イノベーションによってもたらせた利益が適切に分配され、消費力・購買力という需要サイドの強化が実現しなければ、持続的な経済成長は実現できない。

判として受け取られた向きがある。しかし新政権の意図はもちろん資本市場の否定ではなかった。株主資本への還元もさることながら、従業員や取引先や社会から提供されている資本に対する適正分配も推進しなければ、持続的成長を支える需要の回復がままならないとの分析をもとに、今般は分配から始める成長への好循環を前面に打ち出した。この意味で、同政策をリードしてきた木原議員は「最大の目的は…分配、これが新しい資本主義の最初の原点ですし、現在も原点です」として適正

分配の重要性を強調している(SBI大学講義；2023年12月)。

換言すれば「新しい資本主義」政策とは2000年代初頭、小泉政権以降推進されてきたいわゆる新自由主義政策やサプライサイドエコノミクスの修正であり、進化である。当時、竹中平蔵大臣は投資家や株主の自由な利益追求行動こそが企業活動活性化の原動力となり経済成長に貢献すると主張した。1,400兆円(当時)にまで累積した家計金融資産はその半分が不活性化した銀行預金と見積られ、こ

れを資本市場を通じて直接投資することで供給サイドの競争力強化を図った。そこで投資情報の充実を通じて企業への直接投資を促進し、生産設備の拡大、生産効率の向上、競争力の強化を図り、その見返りとして十分な利益を国民に還元することで経済の好循環を企画した（スズキ2020 pp. 50-60）。政府はこの直接金融を活性化するために「会計・証券ビッグバン」と呼ばれる会計・証券規制改革を断行し、連結会計や四半期報告書、セグメント情報や国際会計を導入・強化した。こうした流れは2015年のコーポレートガバナンス・コード（CGC）の導入を通しての「資本コストを意識した経営」、「株主目線の経営」、「投資家との建設的な対話」にも継承されている。

これまで、資本市場では、こうした展開に異を唱えた者はほぼ皆無である。しかし我々はそうした政策の効果の検証と、それをベースにした政策転換を怠ってきた。当座には利益や配当等の株主還元が増加している便宜にかまけて、本来資本市場に期待される資金提供機能が全うされ、国民経済の持続的発展に貢献しているか否かに関して真摯な省察を欠いている。

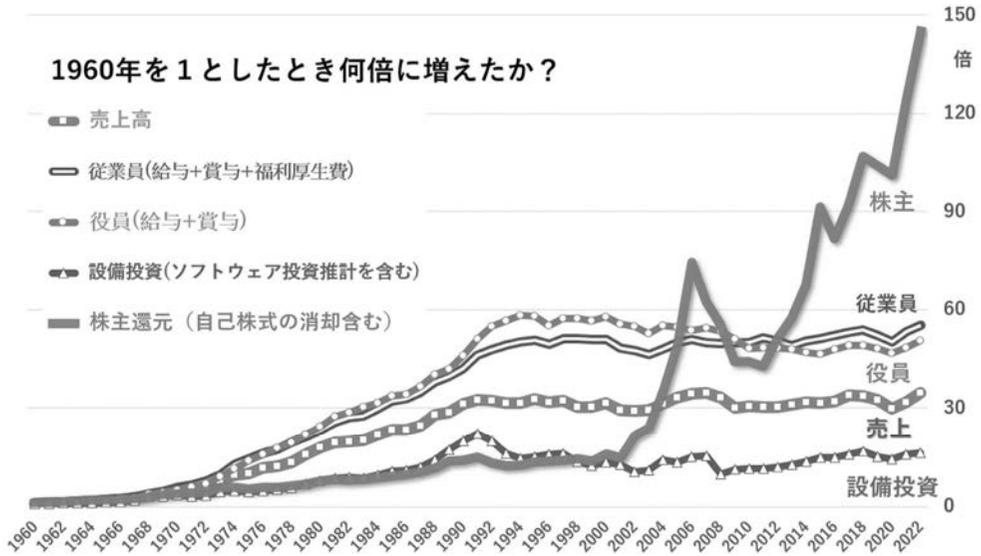
そこで『成熟経済・社会の持続可能な発展のためのディスクロージャー・企業統治・市場に関する研究調査報告書＜四半期毎の開示制度の批判的検討を契機とする＞』（スズキ2020；『関経連レポート』/『成熟経済社会レポート』とも）では、新自由主義政策が本格化した2000年代初頭からのエクイティファイナンスの減少と株主還元の急増を指摘した。英米

や新興国とは異なり人口減少等をはじめとする構造的な要因が収益を圧迫する中、費用や支出を抑制することで短期的な利益・配当を捻出し続ければ、成長投資への機会を失い、持続的な発展の機会を毀損しかねないと論じた。「資本市場の逆機能」、すなわち投資よりも回収が支配的となる状態、が継続すれば日本経済の低迷を一層深化させることにつながることから抜本的な政策転換の必要性を訴えた。

本小論ではそうした懸念の詳述は不能であるが、主な論点の幾つかを図表を援用して概説する（図表2と図表3の詳細についてはスズキ2022を参照）。図表2は2000年代の初頭に会計・証券ビッグバン政策が導入されたのちも上場企業の売上収益や従業員給与や設備投資の改善はみられず、株主還元だけが急増している傾向を示している（注1）。図表3は東京証券取引所におけるエクイティファイナンスと株主還元の推移を示す。2000年以降の資金調達が増減の一途をたどるのに対し、配当と自社株買いを合わせた株主還元は増加の一途をたどっている。2023年時点でエクイティファイナンスは1兆円程度にとどまるが、株主還元は31兆円（うち自社株買いは約10兆円）に上り、この差は広がる一方である。

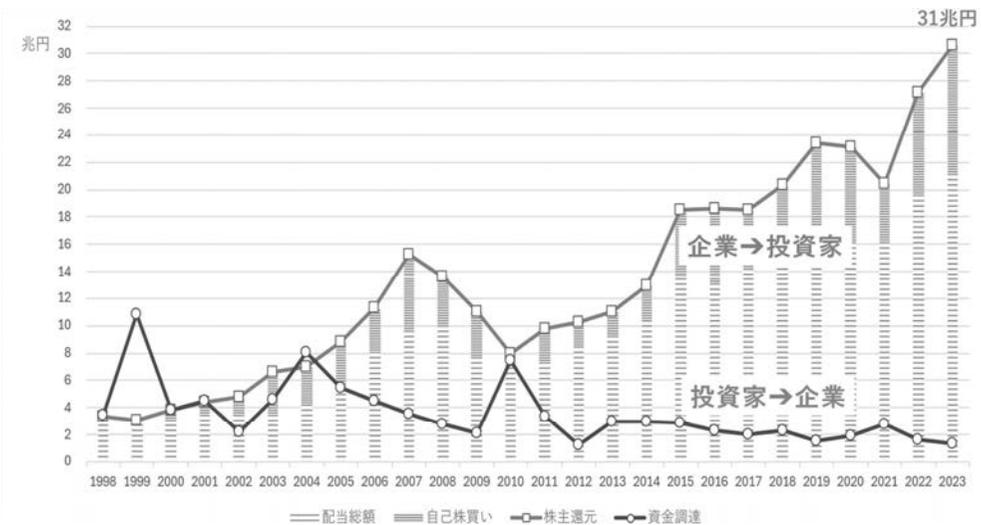
更に、この株主還元は「利益」を原資とするものにとどまらない。2007年以降、「資本金」を取崩し株主還元で使用された、あるいは使用される可能性の高い「その他資本剰余金」は約60兆円に上る。直近でも資本コストを意識した経営を推奨するCGCやROE基準・

(図表 2) 付加価値の分配状況の推移



(出所) 「法人企業統計」と「Financial Quest」を利用してスズキ研究室作成

(図表 3) エクイティファイナンスと株主還元



(出所) 「資金調達」はJPX「上場会社資金調達額」、「配当+自社株買い」は「Financial Quest」を利用してスズキ研究室作成

PBR基準等の強化もあり、資本減少を伴う株主還元が急増している。例えば2024年4月以降5月末までの2か月に限っても、新規に予定されている自社株買い予定枠は前年1年間の10兆円に匹敵する。CGCの導入効果についてはTajima (2024) が「差の差分析」を用いて詳細な分析を実施している。売上や投資や従業員給与の低迷が続くなか、株主還元だけが大幅に増加している現状を実証し、国民経済の持続的な発展という政策目標を掲げて導入したCGCに逆効果が発現している可能性を指摘している（図表4；シェイドは95%信頼区間<sup>(注2)</sup>）。

## ■ 2. 「利益」と「付加価値」の関係

ここで売上や従業員給与を増加することなく利益や配当を増加することの問題点をGDP（国内総生産）との関連で確認する。図表5は「利益」と「付加価値」の関係を示す。そもそも一国の経済的な豊かさを示す指標として広く受容されているのはGDPであり、GDPとは個々の企業による「付加価値」の合計である。ここで株主に帰属する付加価値に過ぎない「利益」を短期に最大化しても、これがすなわちGDPを増加するものではないことは自明である。特に人口減少や近隣新興国の急成長に起因して、（特に国内の）収益が停滞している環境で、短期に利益最大化を図れば、株主以外のステークホルダーに

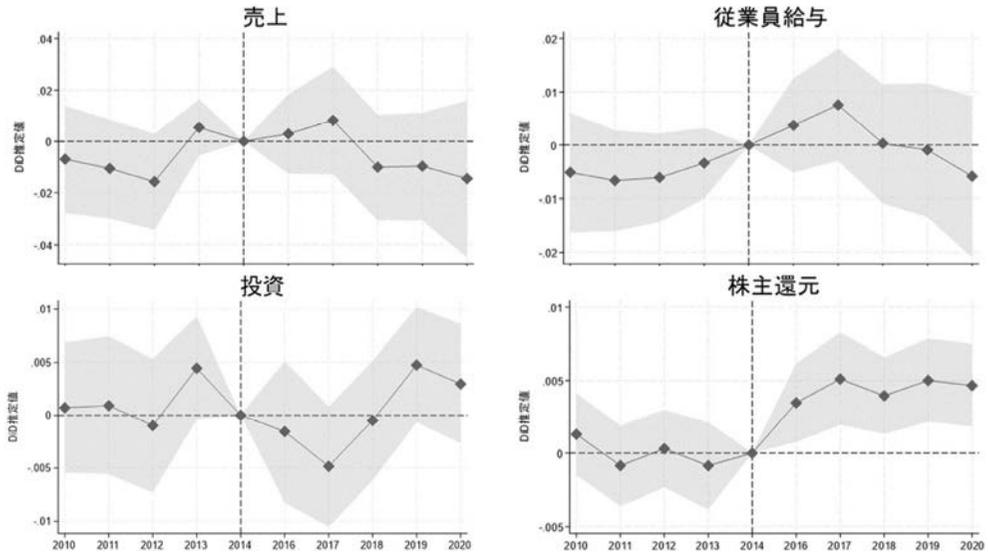
対する分配が抑制されることが了解されよう。この点、アベノミクスでは拡大された利益がトリクルダウンを通じて国民に十分還元されることを想定し、これを是認した。

しかし上場企業の3割以上を外国人株主が支配する環境では、その効果も大きく減殺される。更に、日銀資金循環統計によれば、2023年末の家計金融資産は2,141兆円に上り、その52.6%が銀行預金である。当初の政策目標とは真逆の結果に終わっている事実を真摯に省察する必要がある。

ただし、本稿はこうした資本市場の逆機能を投資家の責めに帰するものではない。そもそも投資とは前期に小さな資金を投入し、後期に大きく回収を図る一連のプロセスである。自由主義下の株式会社制度や資本主義とは投入と回収の差を動機とする投資家の自由を保証することで経済成長を促進する制度であった。実際、日本における資本主義前期において、投資家は拠出資本金を限度とする有限責任を全うし、国民はその資本に依拠して実現した経済成長の恩恵にあずかった。しかし後期に入り低成長予想がコンセンサスとなった日本では、投資家は手中の株主提案権や配当請求権を駆使して投資の回収に終始する。象徴的には、投資家自身が日本の骨の髄までしゃぶり尽くし、崩壊する直前に売り抜けると表現するケースさえ観察される。

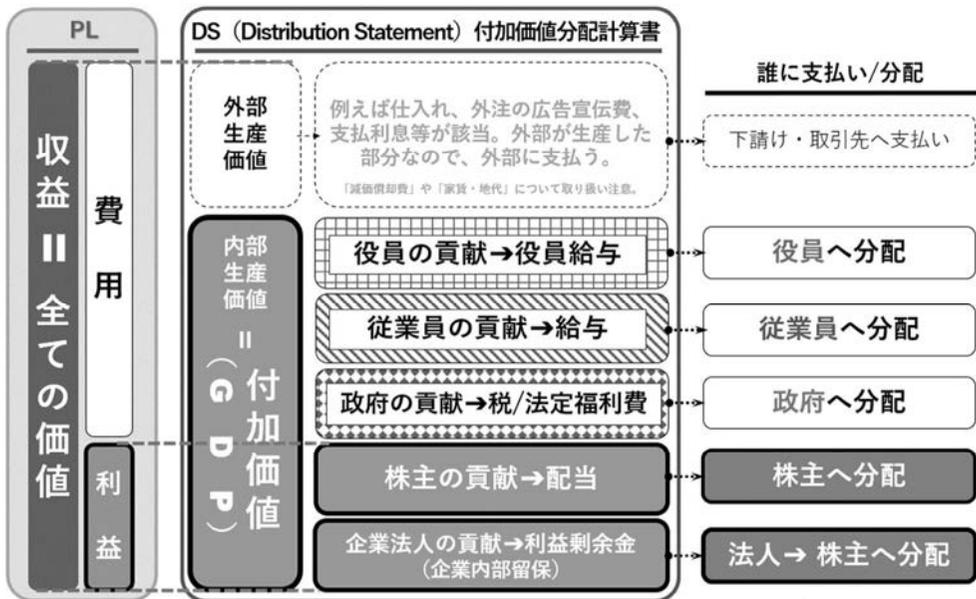
かつてはこの「しゃぶり尽くし」は中長期の企業価値の拡大につながらず、投資家にとっても利益とならないとされた。しかし現在

(図表4) コーポレートガバナンスコードによる影響



(出所) スズキ研究室作成

(図表5) 利益とGDP（付加価値）の関係



(出所) スズキ研究室作成

は多様な投資機会がデジタル化され、瞬時に低コストで国際的にも乗換え可能な市場が形成されたために、特定の市場や企業にコミットするインセンティブは逡減している。中長期の成長にコストをかけるよりも、短期利益最大化を要求し、株主還元を急がせ、企業が応えられなくなり企業価値が急落する直前に売り抜けるのが合理的である。

### ■ 3. 成熟経済社会の資本市場の統治

すなわち、この「資本市場の逆機能」の問題は、投資家にとっての問題ではない。これは、日本のインフラや制度としての資本市場の問題であり、その統治の問題である。ここで本邦とは、成熟経済社会化の深化する法域であり、投資家による新規の資金提供よりも回収が支配的となる市場であり、英米とは大きく異なる。英米は今後100年も人口増加が見込まれる。「ヒトの増える市場にカネを投入すれば成長する」というマクロ成長会計は経済学上の定説である。逆に、ヒトが減る市場でカネや資本市場がどのように機能するかという点については、英米が関心を示すところではない。日本および今後急激な人口減少を迎える中国やインド等の新興国による独自の思考や政策が必要な分野である。

ここで日本企業をROE（利益/資本）やPBR（株価/資本）等の資本効率性指標で測定し統治する政策を省察する。構造的に収益

が停滞する環境を前提とし、投資家が短期的な還元を求めれば、経営者はROE計算式の分子拡大のために給与や設備投資を抑制して利益最大化や高配当政策を推進する。また同じくPBR計算式の分母縮小のために自社株買いや減資による資本の縮小を図る。ROEやPBR指標を導入するにあたって、個々の投資家の利益ではなく、公共の便益を約束したのであれば、実際にその効果を測定し政策レビューに付すべきである。結果、こうした資本効率性指標の不用意な適用は、賃金や投資を抑制することで短期利益を最大化し、従業員らの士気を奪い、経営者からはイノベーションにコミットする資本をも奪う、中長期的な衰退経済を導いている可能性が高い（ズキ2022, 2023; Tajima 2024）。ROEやPBRが個々の投資家には有効な指標として機能したとしても、これが本邦資本市場の統治のために有効な指標として機能する理由はない。

これに対し、本邦からの資金流出やそれに伴う不便はグローバルな視点からは効率的であり、新興国の発展に寄与していると主張する立場はあろう。しかし本稿は本邦の「資本市場の逆機能」を、資本主義全体の問題として論じていない。本稿は成熟経済社会を迎えた本邦における企業と、その持続的発展を支えるべき本邦資本市場と、その下で生活を営む国民の課題を論じている。世界市民のためのグローバルな資本効率性を追求する立場は認めても、他方で日本というローカルな持続的発展も考慮する必要がある。成熟経済社会

---

に事業基盤をもつ企業が支配的な日本の株式市場では、その統治に関するローカルな議論と政策実装が急務である。

ふり返れば、そもそも金融商品取引法は「国民経済の健全な発展に資するため」に「貯蓄から投資」に向けての市場機能の確保を目的として第164回国会において成立した法律である（第1条；平成18年6月7日成立）。とすれば、本邦資本市場の成否の指標は、利益率や資本効率性よりも、資本調達額やIPO（その数と金額）および付加価値の適正分配を通じて中長期的な経営を推進している上場企業数をベースとすべきではないか。「株主目線の経営」や「投資家との建設的な対話」、「協働エンゲージメント」も、短期的な資本効率性の改善を誘引しているのであれば制度上の失敗であり、政策レビューを要する。投資が増え、付加価値の増加とその適正分配を通じて国民経済の持続的な発展が実現されていることをもって政策評価すべきである。

以下では、そうした観点から「新しい資本主義」の原点に立ち返り、政府が当初掲げた政策の意義とその実施状況、および今後期待される資本市場の改善策について述べる。

## ■ 4. 「新しい資本主義」政策の成果と課題

政権発足当初、岸田総理は（1）「四半期開示制度」の是正と（2）過剰な「自社株買い」の制限を掲げた。どちらも短期的な株主還元の

ための資本流出を制限し、付加価値の適正分配を通じた持続的発展を企図するものであった。

（1）「四半期開示制度」に関しては第212回国会で金商法上の「四半期報告書」の廃止が決定され、2024年度より迅速に施行されている。まだまだ不完全ながらも、こうした中長期目線の経営環境を整備しつつ、経済団体や労働組合に対して賃上げ努力の徹底を要請した。芳野友子連合会長も「付加価値の適正分配」をキーワードとして春闘を展開し、30年来の高い賃上げを実現し、従業員の士気向上に貢献している。

（2）重要なのはこうした好循環に向けての方向性の維持であるが、この観点から、過剰な「自社株買い」の制限が進んでいないことは課題である。なるほど無思慮な自社株買い規制が反株主的な政策と判断され、せっかく高揚している株価に負の影響を与得ることは懸念に値する。

付加価値の適正分配を進め、本邦資本市場の持続的発展を維持するために必要な施策の一つは、自社株の消却による表面的な資本効率性改善を図るような経営を牽制することである。そのためには自社株を消却する代わりに、役員や従業員に対する株式報酬制度に利用することが有効である。これにより①全面的な自社株買い規制から一定の自由を確保したうえで、②適正レベルの資本維持に努め、③中長期的成長に無関心な外部の株主よりは内部の株主による実効性高いガバナンスを発揮させ、結果として④株主のみならず役員や

従業員への還元も高め、国民経済のより健全な発展が期待できる。

そこで筆者らは金融経済サイドの投資家にも、実体経済サイドの経営者や従業員にもメリットの高い自社株の取り扱いについて提言してきたので、これを概説する。

## ■ 5. 付加価値の適正分配のナッジとしての株式報酬制度<sup>(注3)</sup>

筆者（橋本）は日本版ESOPの開発や譲渡制限付株式報酬（RS）制度の導入・運用を通じて、20年にわたり株式報酬制度の普及を推進し、数々の規制緩和を提言してきた。2024年6月21日公表の政府の「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画 2024年改定版」にみられる通り、上記の政策提言は徐々に措置されている。しかしながら、資本市場の真のガバナンスを高めるためには、従業員向け株式報酬制度の利便性をよりダイナミックに高める必要があり、さらなる制度の後押しが不可欠である。

主な対応策としては、①従業員等向け無償発行・無償交付（以下、「無償交付制度」という。）の解禁、②労働基準法との調整、③株式報酬向け税制優遇制度、④人的資本投資と分配の可視化があげられる。

### ①従業員等向け無償交付制度の解禁

株式報酬付与には、金銭債権を払い込む現物出資が使われている。2021年の会社法改正

により、株式報酬の無償交付制度は上場企業の取締役・執行役には認められている（会社法第202条の2）。一方で、従業員や子会社役員等へは認められていないため、取締役と従業員に同時に株式報酬を付与する場合は二通りの対応が手間となり、無償交付制度の導入企業は60社程度にとどまっている。

今般、政府の規制改革実施計画において、2024年度中に従業員向けの無償交付制度の解禁が正式に検討されることになった<sup>(注4)</sup>。今後、法制審議会での審議を経て2026年春にも会社法改正法案が取りまとめられるとみられる。現物出資と同様、無償交付制度にも取締役会における決定事項として柔軟な手続きとされることが期待される。

### ②労働基準法との調整

従業員への自社株付与が、労働基準法第11条の賃金に該当すると、全額通貨払いの原則に反することになる。ストック・オプションは、この制度から得られる利益がその発生時期および額ともに労働者の判断に委ねられているため、「労働の対償」ではなく、労働基準法第11条の賃金には当たらない、とされている。一方、同様の経済効果を有する株式は対象となっていない。

RSの場合、税務上は、「役務提供の対価」として付与されることが譲渡制限解除までの課税繰り延べの要件となっている（所得税法施行令第84条2項）。また、金融商品取引法においても、株式が「役務提供の対価」として付与されることで、簡易な開示手続きが制

度化されている。これと平仄を合わせると、従業員向けの株式報酬は役務提供の対価すなわち賃金とするものの、確定的に付与されるものではないということから、全額通貨払いの原則や社会保険料の適用除外とする考えることが合理的な解釈であろう（注5）。このような解釈が許容されるのであれば、優秀な人材のリテンションや、よりダイナミックなインセンティブ制度設計が可能となる（注6）。

なお、従業員持株会における1人1回当たりの拠出金の上限が、ルールが創設された1988年以来初めて、100万円未満から200万円未満に引き上げられる見込みである（注7）。政府も、従業員による自社株投資の規模拡大に前向きであることがうかがわれる。

### ③株式報酬向け税制優遇制度

英米では、企業価値の向上に長期的な貢献を促すことを目的として、株式報酬向けの税制優遇制度が活用されている。米国については別稿にて紹介しているので（詳しくは、橋本2024を参照）、ここでは英国制度を取り上げる。

英国では、新NISA（少額投資非課税制度）のモデルとなったISA（Individual Savings Account）に加えて、Save As You Earn（SAYE）やShare Incentive Plan（SIP）といった従業員向けの自社株投資に対する税制優遇制度がある。1970年代に導入され、数度の見直しが行われ半世紀続いている（注8）。SAYEでは、従業員は、3年～5年の期間を定めて毎月給料をプール（毎月最大500ポンド）し、当該期間が経過したら最大20%のディス

カウントで自社株を購入できる。当該期間中の利子および貯金に付随するボーナスは非課税である。従業員が支払う自社株の取得価格と時価との差額に対し所得税や国民保険料は課されない。SIPでは、すべての従業員が企業から無償かつ非課税で自社株の付与を受けることができ、国民保険料も課されない（注9）。

財務省が発表した対外・対内証券売買状況によると、日本の個人外貨資産投資は2024年に入り5月までに5兆円を超えている。新NISAの投資総額は急速に積み上がっており、その40%程度が米国をはじめとする海外企業向けの運用に向かっているとされる。これは、個人投資家が海外企業の成長性に魅力を感じているためと考えられるが、新NISAとは別に、株式報酬に対する税制優遇制度を設けることで、日本企業への投資が増え、日本の資本市場の活性化を促すことにつながると思われる。

2024年6月末時点において、従業員に付与される株式報酬としては、RSが約600社あり、税制適格ストック・オプションの導入企業数を大きく上回っている。2024年度もスタートアップ企業のストック・オプションに対する税制優遇は拡大されているが、英米のように、RSなどの株式報酬も税制優遇の対象とされることを期待したい（注10）。

### ④人的資本投資と付加価値分配の可視化

東京証券取引所や市場からの要請により、ROEやPBRを高める経営を掲げる企業が増えている。人的資本投資の拡充を進める場合、

(図表6) BMWにおける付加価値分配計算書

BMW Group value added statement					
	2023 in € million	2023 in %	2022 in € million	2022 in %	Change in %
<b>WORK PERFORMED</b>					
Revenues	155,498	100.1	142,610	92.7	9.0
Financial income	-1,227	-0.8	9,783	6.4	-
Other income	1,045	0.7	1,377	0.9	-24.1
<b>Total output</b>	<b>155,316</b>	<b>100.0</b>	<b>153,770</b>	<b>100.0</b>	<b>1.0</b>
Cost of materials*	82,527	53.1	80,181	52.1	2.9
Other expenses	22,609	14.6	19,479	12.7	16.1
<b>Bought-in costs</b>	<b>105,136</b>	<b>67.7</b>	<b>99,660</b>	<b>64.9</b>	<b>5.5</b>
<b>Gross value added</b>	<b>50,180</b>	<b>32.3</b>	<b>54,110</b>	<b>35.2</b>	<b>-7.3</b>
Depreciation and amortisation of total tangible, intangible and investment assets	14,565	9.4	14,456	9.4	0.8
<b>Net value added</b>	<b>35,615</b>	<b>22.9</b>	<b>39,654</b>	<b>25.8</b>	<b>-10.2</b>
<b>ALLOCATION</b>					
Employees	14,721	41.3	13,932	35.1	5.7
Providers of finance	3,665	10.3	2,274	5.7	61.2
Government/public sector	5,064	14.2	4,866	12.3	4.1
Shareholders	3,802	10.7	5,480	13.8	-30.6
Group	7,488	21.0	12,461	31.4	-39.9
Non-controlling interests	875	2.5	641	1.6	-
<b>Net value added</b>	<b>35,615</b>	<b>100.0</b>	<b>39,654</b>	<b>100.0</b>	<b>-10.2</b>

\* Cost of materials comprises all primary material costs incurred for vehicle production plus ancillary material costs (such as customs duties, insurance premiums and freight).

(出所) BMW Group Report 2023 (p65) より抜粋

売上高や利益に結びつくまでのタイムラグがあるため、その間の利益の押し下げ要因とみられ、市場からの評価が下がるのではとの企業経営者の懸念が強まる傾向にある。

企業が、従業員にどの程度投資をしているのか、将来の売上増に結びつく従業員への付加価値分配はどうしているのかなど、持続可能な企業価値の向上と稼ぐ力への投資の結びつきを分かりやすく開示することで、ROEやPBRなどの利益に基づく資本効率性を重視する投資家の理解を得やすくする必要がある。

この点、独BMWの年次報告書には、従業

員や株主等への付加価値分配状況を明らかにする付加価値計算書が示されており、今後の日本企業の人的資本投資と分配の可視化を考えるうえで参考になる(図表6)。同計算書によると、2023年度の付加価値純分配額は35,615百万ユーロであり、その分配先では従業員(41.3%)が株主(10.3%)を上回っている。

将来的な制度設計として、有価証券報告書や統合報告書への記載が考えられる。特に統合報告書においては開示方法に関する自由度が高いうえ、有価証券報告書の参照も可能となっていることから、貸借対照表と損益計算書の次に付加価値分配計算書も併せて開示す

ることで、多様なステークホルダーへの付加価値の適正分配を促す効果を期待したい。

成熟経済化した日本で、企業の持続的発展は日本の資本市場のガバナンスの在り方にかかっている。企業価値の持続可能な向上を目指し、株式報酬制度を活用・拡大していくことは、多様なステークホルダーに報いる付加価値の適正分配のナッジ(緩やかな後押し)として極めて重要である。

## ■ 6. おわりに

本稿で提唱する株式報酬制度は英米の急成長企業では積極的に採用されている。日本でもCGC導入を機に、役員だけでなく従業員向けにも、ソニーグループや武田薬品工業、伊藤忠商事、日本取引所グループ(JPX)そして直近では丸一鋼管等で大規模な株式報酬制度の採用が観察される<sup>(注1)</sup>。しかしながら、市場全体の統治の観点からは株式報酬制度が十分に普及しているとはいえない。

株式報酬制度を充実させるためには、個社の努力を求めつつも、国民経済の健全な発展に寄与する資本市場が形成されるよう、日本全体の取り組みとして政府の環境整備への後押しが必要である。こうした取り組みが実現すれば、賃上げに伴う所得増加のみならず、キャピタルゲインや配当などを通じた金融資産倍増にも貢献し、日本全体の付加価値(GDP)の持続的な成長が促進されるものと考えている。

### 〔参考文献〕

- ・スズキトモ (2020/2021) 『成熟経済・社会の持続可能な発展のためのディスクリージャー・企業統治・市場に関する研究調査報告書<四半期毎の開示制度の批判的検討を契機とする>』関西経済連合会(暫定版2020/確定版2021) "関経連レポート" / "成熟経済社会レポート" pp. 1 - 315 <https://x.gd/oKHFV>
- ・スズキトモ (2022) 『新しい資本主義のアカウンティング「利益」に囚われた成熟経済社会のアポリア』中央経済社 pp. 1-272 <https://x.gd/SrOgq>
- ・スズキトモ (2023) 過度な「株主還元」が招く日本経済の衰退 - 東証「PBR 1倍割れ」改善要請を考える『企業会計』Vol. 75 No. 9 pp. 81-88.
- ・スズキトモ (2024) "あるべき企業統治 - 付加価値の適正分配 再考を" 日本経済新聞「経済教室」2024年4月23日朝刊。 <https://x.gd/Fsoyf>
- ・橋本基美 (2024) 「米国における従業員オーナーシップのダイナミズムと我が国への示唆」『月刊資本市場』2024年3月号No. 463 pp. 44-53 <https://x.gd/Wk8kU>
- ・Tajima, Junya (May 4, 2024) The Impact of Corporate Governance Reforms on Distribution Inequality: Micro Evidence from Japan. Available at SSRN. <https://x.gd/wW4pv>

(注1) 本グラフに対しては、株主還元の少なかった1960年の値を1としているために近時の株主還元急増が強調され過ぎているとの批判があるが、例えば2000年の値を1としてグラフを作成した場合にも同様の印象を得ることを付言する。

(注2) 2015年より東証にて開始した「コーポレートガバナンスコード」を対象とし、全原則が適用された1部2部企業を処置群、基本原則のみが適用されたマザーズ・ジャスダック企業を対象群として用いたDifference-in-differences(差の差)分析によって、本邦のコーポレートガバナンス改革が企業行動に及ぼす効果を検証している。企業の財務データは「日経

NEEDS Financial Quest」、従業員給与は「日経NEEDS 労務状況」、上場市場・時価総額は「会社四季報CD-ROM」から入手（2015年度は政策実施年度であり、企業の決算月によって処置前後が異なり煩雑となるため、サンプルから除外）。結果として、処置群企業では60%以上の株主還元額の増加がみられた一方で、企業の売上、従業員給与、投資については統計的に有意な増加は観察されていない。この結果は、持続可能な成長を目指して導入されたはずのコーポレートガバナンス改革が、企業の短期的株主還元を誘発し、かえって持続的発展を妨げている可能性を示唆している。

(注3) 本章中の意見にわたる部分は、筆者（橋本基美）の個人的見解に基づくものであり、所属する組織の見解を示すものではない旨、お断りしておく。

(注4) 「規制改革実施計画について」（2024年6月21日閣議決定）の「2. スタートアップの更なる成長（3）海外活力の取り込み・内外人材活用（i）株式報酬の発行環境を改善する会社法制・金融商品取引法制の見直し」に掲げられている。

(注5) 池田悠「注釈労働基準法・労働契約法 第1巻 総論・労働基準法(1)」有斐閣（p205～206）において同様の指摘がある。

(注6) 丸一鋼管は、株主と同じ目線で従業員に会社の将来を考えてもらい、できるだけ長く働いてもらうため、従業員に対し、平均年収700万円を上回る平均877万円のRS付与を決議している。「当社取締役等に対する譲渡制限付株式としての自己株式処分に関するお知らせ」（2024年7月5日プレスリリース）

(注7) 金融商品取引法第二条に規定する定義に関する内閣府令の改正（第6条2項）<https://www.fsa.go.jp/news/r5/shouken/20240528/20240528.html>

(注8) 英国における自社株税制優遇措置については、<https://www.gov.uk/tax-employee-share-schemes/share-incentive-plans-sips>参照。HMRC（英国歳入税関庁）によると、2021-2022年において、SAYE導入企業は540社、SIP導入企業は860社となっている。

(注9) SIPでは、全ての従業員を対象とし、最大18か月の最低雇用期間を定める必要がある。SIPの下で付与される自社株には次の4つの種類がある。①パートナーシップ株：課税前に従業員が給与で購入できる。年間1,800ポンドまたは給与の10%、いずれか小さい方が上限。②無償株：年間3,600ポンドが上限。これらは業績にリンクさせることができる。③マッチング株：従業員がパートナーシップ株を購入するごとに、最大2株のマッチング株を与えることができる。④配当株：既存のSIP株の現金配当が再投資され、3年間信託で管理されることで非課税と扱われる。

(注10) 日本経済団体連合会が2024年1月16日に公表した「役員・従業員へのインセンティブ報酬制度の活用拡大に向けた提言」においても「役員・従業員が現物株式で報酬を受け取る場合に、権利確定時には給与所得として認識せず、株式売却時に譲渡所得としてのみ課税する特例措置（企業ごとの選択制）を講じるべきである。このような特例措置は、株式報酬をより効果的に活用し、内外の高度人材を獲得することに役立つと期待される。また、長期的な株式保有は企業のガバナンス向上に資すると考えられる。」とされている。  
([https://www.keidanren.or.jp/policy/2024/002\\_honbun.html#s3](https://www.keidanren.or.jp/policy/2024/002_honbun.html#s3))

(注11) ソニーグループ「譲渡制限付株式ユニット（RSU）の権利確定に伴う新株式発行に関するお知らせ」（2023年11月16日付リリース）、武田薬品工業「国外の当社グループ従業員に対する長期インセンティブ報酬制度に基づく新株式発行および自己株式処分に関するお知らせ」（2024年6月11日付リリース）、伊藤忠商事「株式報酬制度導入について」（2019年2月5日付リリース）、日本取引所グループ「「株式付与ESOP信託」の信託期間延長及び追加拠出について」（2022年5月13日付リリース）を参照。